Quel système bancaire pour l’après-crise ?

Jean-Paul POLLIN
Professeur à l’Université d’Orléans

S’interroger sur la place et la forme que va prendre le système bancaire dans l’économie de l’après-crise implique que l’on réfléchisse, d’abord, sur le rôle qu’a joué la finance dans l’économie mondiale durant ces dernières années. Puis que l’on imagine la façon dont elle devra réagir aux transformations qui s’annoncent. L’avenir du système bancaire ne peut, aujourd’hui, se distinguer de celui du système financier au sens large, car l’apparente victoire de la banque universelle a conduit à une parfaite imbrication de l’un et de l’autre. C’est-à-dire que la banque a intégré la quasi-totalité des activités financières.

De nombreux observateurs n’ont pu s’empêcher de mettre en relation la croissance exceptionnelle de l’économie mondiale au cours de ces 10 ou 15 dernières années avec l’impressionnante expansion de la « *sphère financière* ». Ils en ont déduit que le développement financier avait largement servi, sinon déterminé, le développement économique. Et ils en concluent souvent que la crise actuelle ne doit pas être un prétexte pour brider à l’avenir la dynamique du secteur financier par une régulation trop restrictive.

Cette thèse est évidemment pleine d’arrière-pensées, mais elle est aussi très discutable. Car la forte croissance mondiale a principalement concerné les pays émergents (la Chine bien sûr, les pays producteurs de pétrole, certains pays d’Europe de l’Est …). Or, on ne peut pas dire qu’ils aient particulièrement profité du développement financier ; ils l’ont plutôt alimenté. En fait, ces pays ont enregistré des surplus très importants de leurs balances commerciales qu’ils ont recyclé vers les pays développés, particulièrement les Etats-Unis, via des places financières qui ont trouvé là l’opportunité de leur croissance. La relation de causalité entre finance et croissance n’est donc pas celle que l’on suggère : c’est en réalité le développement des pays en transition qui a provoqué l’excroissance du secteur financier dans les pays développés. En d’autres termes, on peut dire que la finance a prospéré en ponctionnant les bénéfices du développement économique mondial.

Les pays développés, quant à eux, ont connu une croissance qui n’a rien d’exceptionnel si on la compare à un passé plus lointain, et notamment aux fameuses « *Trente glorieuses* ». Et par parenthèse la croissance de ces années là s’est faite avec un système bancaire et financier que l’on qualifierait aujourd’hui de rustique. Ce qui relativise le rôle stimulant de la finance, du moins de cette finance hautement sophistiquée qui semble avoir plus concouru à la fragilité du système qu’à son efficience.

Il est vrai que la montée de l’endettement (des ménages, des entreprises, de l’Etat) dans un certain nombre de pays a certainement contribué à soutenir l’activité économique. Mais on mesure aujourd’hui, que ce soutien était superficiel et qu’il ne servait qu’à masquer des déséquilibres intenables.

Ceci pour dire, que même si l’on imagine une sortie de crise assez rapide et qui ne remet pas profondément en cause les évolutions économiques de ces dernières années, le système bancaire va devoir se transformer. D’abord, parce que son instabilité va devoir être corrigée : il faudra revoir et compléter sa régulation. Ensuite, parce que la sortie de crise imposera, à tout le moins, une remise en ordre des relations commerciales et financières internationales,

ainsi qu'un dégonflement de l'endettement privé et public dans nombre de pays développés. Parallèlement, la croissance va se redéployer vers des produits issus des nouvelles technologies et vers des formes de consommation et d'investissement plus économes en énergie et matières premières. Une partie des déséquilibres qui ont sous-tendu l'explosion du crédit, et nourri l'expansion du secteur financier, vont donc tendre à disparaître ou à s'atténuer.

Cela devrait fatalement provoquer une redéfinition du rôle et des caractéristiques du système bancaire. Non pas qu'il existe une dépendance stricte de la structure du système financier par rapport à celle de « *l'économie réelle* » ; il n'existe pas, en ce sens, de système financier optimal. Mais le système financier va devoir collecter à l'avenir des fonds de provenances différentes et les diriger vers des emplois également d'une autre nature. Or les formes du système financier dépendent du type d'ajustement qu'il a pour mission de réaliser entre les capacités et les besoins de financement (les transferts de capitaux qu'il opère entre agents économiques).

Nous allons d'abord revenir sur les grandes évolutions qui ont marqué les systèmes financiers et bancaires durant ces dernières années. Nous évoquerons, ensuite, les corrections qui devraient y être apportées. Enfin, nous envisagerons le nouveau modèle de banque qui pourrait en résulter.

I – La titrisation et les déconvenues du modèle « *Originate and Distribute* ».

C'est l'imbrication croissante entre banques et marchés qui constitue l'évolution majeure du système financier au cours de ces 20 dernières années. Alors que l'on distinguait jusque là ce que l'on appelait la finance directe (c'est-à-dire la rencontre d'une offre et d'une demande de capitaux sur un marché) de la finance indirecte (c'est-à-dire l'ajustement de l'offre à la demande par l'intermédiaire d'une institution financière), la transformation de l'activité bancaire a conduit à brouiller ce clivage, au point de le discréditer. Les banques ont développé des produits et des services d'investissement sur les marchés pour le compte de leurs clients et pour leur propre compte ; de même qu'elles ont organisé l'accès des entreprises et de certaines administrations aux financements de marché. De sorte que l'on a pu dire qu'elles étaient devenues des « intermédiaires de marché », alors que leur fonction consistait jusque là à faire de « l'intermédiation de bilan » (la transformation de dépôts ou de ressources liquides en crédits).

C'est sans doute le phénomène de titrisation qui est le plus clair symptôme de cette évolution, parce qu'il remet en cause la conception traditionnelle de l'intermédiation bancaire. Jusqu'à l'introduction de cette innovation on considérait, en effet, que les actifs d'une banque (c'est-à-dire, principalement son portefeuille de crédits) étaient fatalement illiquides. Parce que ces crédits étaient accordés dans le cadre de relations bilatérales entre la banque et les emprunteurs, au terme d'acquisitions et de traitements d'informations privées : ces informations étaient une propriété de la banque. De sorte que la valeur des crédits n'était connue que de l'institution qui les avait consentis. Ils ne pouvaient donc être achetés ou vendus sur un marché, puisque cela nécessite une information publiquement disponible. Un marché ne peut exister que si les co-échangistes disposent d'une information symétrique.

Or l'invention de la titrisation a semblé démontrer que l'argument était en partie inexact. L'intervention d'acteurs extérieurs capables de récupérer et de diffuser l'information pertinente (les agences de notation) ou d'offrir des garanties (les rehausseurs de crédits) a rendu possible la transformation de paquets de crédits bancaires en titres susceptibles d'être

acquis par des investisseurs et traités sur un marché. C'est là un véritable basculement conceptuel, mais aussi un changement radical dans le « *business model* » de l'intermédiation bancaire. Pour reprendre les expressions à la mode, on est passé du modèle « *originate and hold* » au modèle « *originate and distribute* ». Et l'on veut signifier par là que la banque n'a plus désormais à détenir et donc à financer, les crédits qu'elle a initiés ; elle peut les revendre et donc faire supporter par d'autres (des fonds de placement, des compagnies d'assurance …) les risques et le financement de ces crédits.

On a fait valoir que cette technique de titrisation avait d'importants avantages, tant du point de vue des banques que des investisseurs potentiels :

- les banques y trouvent la possibilité de faire crédit sans avoir à mobiliser leurs ressources et en particulier leurs fonds propres. Elles peuvent également mieux diversifier leurs actifs en se séparant de ceux qui impliquent une concentration de risques excessive. Enfin, cela les rend moins dépendantes des évolutions des taux d'intérêt et de leur structure, puisqu'elles peuvent ainsi substituer un revenu qui a la nature d'une commission à une marge d'intermédiation.

- les investisseurs trouvent, quant à eux, dans la titrisation de nouvelles opportunités de placement. Ce qui leur permet théoriquement de mieux diversifier les risques et de composer des portefeuilles plus adaptés à leurs préférences et à leur capacité de porter ces risques.

Pour ces différentes raisons, le discours à la mode consiste à affirmer que le modèle « *originate and distribute* » est fondamentalement sain, qu'il concourt à l'efficience du système financier et que sa remise en cause n'est pas souhaitable. Pourtant, à la réflexion l'argumentation que l'on vient de résumer s'avère assez fragile et concrètement de faible portée. Car pour ce qui est des banques (y compris de faible taille), elles sont toujours parvenues à diversifier leurs actifs sans avoir à pratiquer des échanges de crédits. Les banques ont existé et survécu, depuis fort longtemps, sans avoir besoin de la titrisation. Leurs résultats ne semblaient pas plus volatils qu'aujourd'hui. Mais il est vrai qu'il leur fallait pour cela opérer une sélection rigoureuse de leurs emprunteurs et éviter des excentricités du genre « *prêts subprimes* ». En réalité, avec un peu de recul, il apparaît que la titrisation n'a pas été le moyen d'une meilleure gestion des risques, mais l'instrument de leur propagation.

Et s'agissant des investisseurs, on ne voit pas bien pratiquement ce que l'acquisition d'actifs titrisés peut apporter à la diversification de leurs portefeuilles. En achetant des actions, des obligations ou des certificats de dépôts émis par des banques, ils peuvent déjà participer au financement de leurs actifs en modulant les risques pris. Qu'apporte réellement, en terme de diversification, l'investissement dans des titres adossés à des crédits spécifiques (isolés des autres actifs portés par les banques) ? Qu'est-ce que ces titres ont de particulier qui leur permet d'entrer dans la construction de portefeuilles plus efficients ? La gamme des actifs existants ne suffit-elle pas à réaliser une bonne diversification ? Aucune réponse empirique n'a été apportée, à notre connaissance, à ce type de questions. De sorte que l'utilité de la titrisation reste une proposition purement théorique et hautement douteuse au plan pratique.

En revanche, il est vrai que la titrisation a conduit les banques à relâcher leur effort de sélection et de surveillance des emprunteurs. Des travaux empiriques récents montrent, en effet, que les taux de défaut sur les crédits titrisés ont été plus élevés, toutes choses égales par ailleurs, que les crédits qui ne l'ont pas été. Ce qui montre que les banques ont été moins

vigilantes, dès lors qu'elle savaient qu'elles seraient amenées à se défaire des crédits qu'elles accordaient. Et cela a bien augmenté les risques dans le système au lieu de les réduire.

Au total, la titrisation a été utile aux banques parce qu'elle leur a permis de contourner la réglementation des fonds propres : elles ont transféré les crédits à des structures (des conduits, des Special Investment Vehicules) qui souvent leur étaient liées, mais sans que cela les oblige à la constitution de capitaux propres. La titrisation leur a aussi permis de dissimuler les risques, en rendant très difficile leur évaluation. Ces risques ont ainsi été dispersés entre des investisseurs qui ont accepté de les porter parce qu'ils en ont sous estimé l'importance. De sorte que la réduction du coût des financements qui en est résultée, provenait simplement de cette sous estimation et de la sous tarification qu'elle impliquait.

Mais ce que prouvent ces mésaventures, c'est surtout qu'il est pour le moins audacieux de vouloir transformer en titres des crédits consentis dans le cadre de relations bilatérales et qui auraient dû être gérés de la même façon. On ne peut faire l'économie (ou simplement perdre la mémoire) des informations sur les emprunteurs produites par les institutions financières au moment de la conclusion du contrat de prêt. Or la titrisation, surtout dans les formes extrêmes qu'elle a prises (produits structurés, CDO, CDO^2…), a conduit à effacer ces informations, donc à rendre impossible la mesure des risques. La crise a éclaté lorsque les acteurs du système ont compris qu'ils n'avaient plus les moyens de fixer des prix et donc de réaliser les échanges.

Tout cela confirme que la logique de l'intermédiation de bilan est radicalement distincte de l'intermédiation de marché. De sorte que l'une et l'autre ne peuvent se superposer ou s'articuler sans dommage. Ces deux formes de finance reposent sur des modèles de production et de diffusion de l'information, sur des mécanismes de contrôle et sur des types de contrats qui sont radicalement différents. Les déconvenues du modèle « *originate and distribute* » ne sont que l'illustration de cet argument.

II – Compléter la régulation bancaire : jusqu'à la segmentation des activités ?

C'est bien dans l'imbrication des activités de marché et des activités traditionnelles (faire crédit et gérer les moyens de paiements) que se sont jouées l'amorce et surtout l'amplification de la crise. Et c'est, en conséquence, sur cette interconnexion que la réforme de la régulation bancaire devrait agir en priorité, soit pour la sécuriser, soit pour la défaire.

Les Accords de Bâle qui constituent les fondements de cette réglementation se sont principalement intéressés au risque de crédit ; tandis que le risque de marché n'a jamais fait l'objet d'un traitement convaincant, sans doute, parce qu'il est bien plus compliqué à mesurer et à contraindre. Par ailleurs, les marchés ont en principe vocation à s'autoréguler, du moins tant que leurs dysfonctionnements ne viennent pas polluer les activités bancaires de base. Or, c'est bien à ce niveau que la régulation a été prise en défaut. Car s'il est vrai que le départ de la crise a été la distribution de crédits hors normes, nous avons vu que la titrisation avait une grande part de responsabilité dans cet échec. Puis les défaillances des marchés ont largement décuplé les pertes initiales.

Des pistes pour renforcer la réglementation bancaire

Les propositions qui ont été faites pour consolider le dispositif de contrôle prudentiel cherchent donc principalement à encadrer les comportements bancaires dans les activités de marchés. La liste de ces propositions est longue et nous n'avons pas l'intention de les présenter ici dans le détail. Nous allons plutôt nous en tenir aux points essentiels en allant des moins ambitieux aux plus sérieux :

- la première solution mise en avant au moment du déclenchement de la crise a été l'amélioration de la transparence des comptes et des pratiques des institutions bancaires. Mais il s'agit là avant tout d'un vœu pieux, ou d'une façon d'occuper la scène pour ne rien dire. Parce que les bilans bancaires sont par définition opaques (plus opaques que ceux d'entreprises non financières) puisqu'ils comprennent des actifs dont la valeur n'est que partiellement communicable. Et l'on ne voit pas quel type d'informations importantes les banques ou autres institutions financières occultent. La composition des portefeuilles est pour une bonne part un secret de fabrication qui ne peut être divulguée sans dommage. Si l'on veut agir en ce domaine, la seule solution est d'interdire certains produits ou certains excès de la titrisation qui ont effectivement conduit à rendre impossible la mesure des risques.

- durant cette crise, le rôle des agences de notation a été une nouvelle fois mis en cause. On a fait valoir qu'elles avaient été soumises à des conflits d'intérêts entre leurs services de conseil dans les opérations de titrisation et leur fonction d'évaluation. Leur imposer le respect d'une plus stricte déontologie ne ferait pas de mal. Car la production d'information sur les actifs titrisés repose sur leurs analyses. Mais à vrai dire, ces analyses sont bien fragiles puisqu'elles sont systématiquement critiquées à chaque crise. Et chaque fois avec de nouveaux arguments, ce qui amène à s'interroger sur la confiance excessive qu'on leur accorde. Quoique l'on fasse, la fiabilité de leurs évaluations restera approximative. Et c'est pourquoi elles constitueront toujours des boucs émissaires commodes.

- pour dépasser les mesures trop partielles des risques, on a proposé l'utilisation de « *stress tests* » qui sont censés mieux prendre en compte les risques de système. Il s'agit d'imaginer et de simuler les scénarios prenant en considération les différentes dimensions d'une crise, de façon à générer des valeurs extrêmes que la référence à des données historiques ne permet pas d'obtenir. Malheureusement, on est bien loin de s'accorder sur le mode d'emploi de cette méthode et sur les hypothèses à retenir. Qui plus est, l'utilisation de ces stress tests durant les années récentes n'avait pas laissé prévoir l'ampleur de la crise ni son imminence.

- on a aussi largement critiqué la forme (au-delà de leur niveau) des rémunérations dans les activités financières, tout particulièrement, dans les activités de marché. Il est bien connu que l'addition de bonus (de rémunérations à la performance) à un salaire fixe crée une incitation à la prise de risque. Cet effet a clairement joué un rôle dans le comportement spéculatif de certains fonds et de certains traders. Il faudrait évidemment éliminer ou au moins corriger ce schéma de rémunération. Mais il est sans doute difficile de décréter en ce domaine, ou même d'en faire un élément d'appréciation des risques bancaires. En admettant même que l'on y parvienne provisoirement, les mauvaises pratiques reprendront vite le dessus lorsque les marchés se redresseront.

- pour éviter que les banques relâchent leur vigilance dans la sélection et la surveillance des crédits qu'elles titrisent, on a suggéré de leur imposer la détention d'une certaine proportion de chaque bloc de crédits titrisés. Même s'il existe des façons de contourner cette disposition, elle aurait le grand avantage de rendre compatibles les intérêts des banques et des

investisseurs (d'éviter que les banques jouent contre les intérêts des investisseurs). Mais toute la question est alors de savoir quelle est la proportion qui assure cette compatibilité sans faire disparaître l'utilité de la titrisation ? On considère, en général, qu'un taux de 15 % serait fatal à la titrisation ; mais un taux inférieur est-il suffisant pour maintenir l'incitation des établissements de crédit à faire correctement leur travail ?

- la crise a manifestement été amplifiée par le caractère procyclique des normes comptables et de la réglementation des fonds propres. Les unes comme l'autre amènent les banques à distribuer moins de crédit lorsqu'elles ont enregistré des pertes ou simplement en période de basse conjoncture. Dans cette mécanique perverse la comptabilité en « juste valeur » joue un rôle délétère puisqu'elle transmet les fluctuations de marché à l'intermédiation de bilan (à l'offre de crédit), alors que celle-ci relève d'une logique toute différente. Il n'y a aucune raison d'évaluer en valeur de marché des crédits qui restent au bilan jusqu'à leur remboursement : pourquoi faire, comme s'ils devaient être liquidés demain ? On ne peut traiter comptablement de la même façon des activités de rythmes dissemblables. De même, il faudrait permettre aux banques de lisser leurs provisions et/ou de ne pas observer le même ratio de fonds propres selon la conjoncture.

- enfin, on devra introduire une réglementation de la liquidité bancaire ou la durcir lorsqu'elle existe. Parce qu'en définitive la crise n'est pas venue d'un problème d'insolvabilité, mais plutôt de l'assèchement des marchés monétaires dû à une défiance généralisée (elle-même due à une incertitude sur la localisation des risques). La position de liquidité des banques s'est effondrée parce qu'elles s'étaient rendues dépendantes des marchés pour une large part de leurs ressources et pour la titrisation de leurs créances. Il faudra donc, à l'avenir, qu'elles réduisent cette dépendance. Mais ici encore, la liquidité dans l'intermédiation de bilan ne se mesure pas de la même façon que la liquidité de marché. La construction d'une position globale de liquidité pour un établissement qui combine les deux types d'activités est un exercice complexe, sinon impossible. Et à ce stade le groupe constitué sous l'égide du Comité de Bâle pour traiter de ce problème n'a formulé que des propositions extrêmement vagues.

Faut-il revenir à une segmentation des activités ?

Tous ces projets de réforme reposent sur de bons arguments et pourraient théoriquement améliorer la stabilité du système bancaire. Mais il nous semble que leur mise en œuvre se heurtera à la difficulté d'englober dans un même dispositif de régulation deux types d'activités de natures trop différentes. De sorte que l'on peut se demander s'il est possible d'assurer la stabilité d'un système composé d'établissements qui combinent des activités dont les logiques de fonctionnement, les modes opératoires et les risques sont totalement dissemblables.

Car, au-delà même des problèmes de régulation, l'interaction entre les risques de marchés et ceux de l'intermédiation de bilan, au sein d'une même institution est potentiellement déstabilisante. La crise que nous vivons en donne, du reste, une parfaite illustration : les dérapages sur les marchés des actifs titrisés a fragilisé les banques qui ont amplifié le choc en réduisant les financements aux marchés, ce qui a accentué les problèmes de liquidités … et ainsi de suite. La dérégulation financière des années 80 a permis aux banques de s'impliquer de plus en plus dans les activités de marchés. Et l'on a ainsi créé, pour

citer Paul de Grauwe « *un cocktail explosif de risque de crédit et de liquidité qui n'attendait qu'à exploser* »[1].

Ce qui nous rappelle qu'une crise financière n'est grave que lorsqu'elle affecte les fonctions essentielles de la banque (sa capacité à faire crédit et à offrir des moyens de paiements). Les mouvements erratiques des marchés financiers n'ont qu'assez peu d'impact sur l'économie réelle, dès lors qu'ils ne touchent pas l'intermédiation de bilan. Le krach de 1987 avait été très profond puisqu'en quelques semaines les indices boursiers avaient décroché d'environ 30 %. Il n'avait pourtant laissé aucune trace sur la conjoncture de l'époque : l'effet de richesse anticipé (l'impact sur la consommation des milliards de dollars « *partis en fumée* ») n'a pas eu lieu. L'éclatement de la bulle Internet (associé quelques mois plus tard aux évènements du 11 septembre) a été encore plus violent, et son incidence sur l'activité économique a été plus marquée. Mais en définitive, il n'a pas engendré de récession, en dépit de sa brutalité. Malgré leurs conséquences spectaculaires, l'instabilité des marchés financiers en tant que telle n'a pas grande importance.

En revanche, la crise que nous vivons est grave parce que les fonctions essentielles du système bancaire ont été atteintes. Les chocs sur les marchés d'actifs peu liquides sont venus percuter la capacité d'offre de crédit bancaire. C'est en ce sens que le parallèle peut être fait avec la crise de 29. Si l'on suit la thèse que Ben Bernanke lui a consacrée, elle s'explique par l'impact du krach boursier de l'époque sur la situation de nombreuses banques. Certaines ont fait faillite, d'autres ont dû réduire fortement leur offre de crédit. Dans tous les cas, cela s'est traduit par la rupture de relations de financement, la perte d'informations sur les emprunteurs et en définitive par une augmentation du coût de l'intermédiation. C'est bien ce qui risque de se passer aujourd'hui ; et c'est bien ce que cherchent à éviter les pouvoirs publics de tous les pays concernés en mobilisant des masses impressionnantes de fonds publics.

A la suite de la crise de 29, on avait retenu le principe d'une assez stricte séparation entre les activités de marchés et celles de la banque de dépôt. Aux Etats-Unis, cela avait donné naissance au Glass Steagall Act. Aussi la question mérite d'être posée, de savoir s'il ne faut pas réhabiliter ce principe. Est-ce vraiment un hasard si cette crise est intervenue moins de huit ans après le démantèlement du Glass-Stegall Act ?

III – Quel « *business model* » bancaire pour demain ?

Dans les temps qui viennent, les banques vont évoluer dans un contexte de rétrécissement du secteur financier. Car on a déjà dit que l'excroissance de la finance durant les 15 dernières années n'est que le produit de déséquilibres qu'elle a contribué à accroître. Quelles que soient la chronologie de la sortie de crise et les formes qu'elle prendra, il faudra bien que se résorbent ces déséquilibres. Ce qui devrait contracter les besoins d'intermédiation (aussi bien de marché que de bilan) effectués par les pays financièrement sur-développés. Les pays en transition devraient, en effet, trouver des relais de croissance du côté de leur marché intérieur (donc moins solliciter les excédents commerciaux) et construire leur propre système financier afin de ne pas être contraints à exporter leur épargne. Quant aux pays industrialisés, ils ne pourront plus vivre à crédit, et devront donc stabiliser ou réduire leur endettement, ce qui les obligera à résoudre leurs problèmes de débouchés par un partage plus équilibré de leur valeur ajoutée.

[1] *Cf.* P. de Grauwe « Returning to narrow banking » in « What G20 leaders must do to stabilise our economy and fix the financial system », B. Eichengreen et R. Baldwin (ed), A. Vox EU. Org. Publication.

Dans ces conditions, la taille et la rentabilité du secteur financier dans les pays développés devraient mécaniquement se contracter. Mais on s'en consolera aisément en observant que la part de ce secteur dans le PIB s'est accrue de 8 % entre 1990 et 2006 aux Etats-Unis ; elle s'est accrue de 10 % au Royaume-Uni durant la même période, et de 6 % en France et en Allemagne. Par ailleurs, la part des profits de l'industrie financière a atteint 40 % de l'ensemble des profits des sociétés aux Etats-Unis en 2007. Et l'on sait, par ailleurs que les rémunérations dans le secteur ont atteint des niveaux tout à fait déraisonnables si on les compare à celles consenties à qualifications égales, dans les autres industries.

En toute hypothèse, une contraction des activités de marché

Cela étant, ce sont avant tout les activités de marché qui vont faire les frais de ce retour à la raison. Ce sont d'ailleurs elles qui avaient connu le développement le plus rapide et le taux de rentabilité le plus extravagant. Ce renversement de tendance se fera sous l'influence d'un durcissement de la réglementation puisque les projets de réforme que nous avons évoqués concernent principalement les activités de marché. Ce qui est logique puisque ce sont elles qui ont été au cœur de la production d'actifs toxiques, de pertes spéculatives surprenantes et de la propagation de la crise de liquidité.

Mais la contraction des activités de marché sera aussi la conséquence d'une plus grande prudence des agents financiers vis-à-vis de certains placements ou de certaines opérations qui se sont avérés bien plus risqués que ce qui avait été anticipé et annoncé. Sans compter les promesses de certaines techniques de gestion (on pense en particulier à la gestion alternative) qui, à l'évidence, n'ont pas été tenues. Après avoir essuyé deux crises boursières en une dizaine d'années, il est probable que les épargnants auront à l'avenir quelques difficultés à faire confiance aux marchés. Si certaines distorsions fiscales étaient levées, l'épargne pourrait revenir directement dans les ressources bancaires sans passer par la case marché.

Du côté des entreprises, les préventions vis-à-vis du court termisme et de la volatilité des marchés vont aussi s'accentuer. Les firmes matures ont besoin d'un horizon d'action (et donc de contrôle) suffisamment long et d'un accès régulier et stable aux financements qui supposent que l'on réinvente des investisseurs de long terme. Quant aux entreprises naissantes ou en développement, c'est l'intervention de sociétés de capital risque (de fonds d'amorçage ou de développement) qui leur fait éventuellement défaut. L'idée selon laquelle l'économie de la connaissance et de l'innovation nécessiterait un système financier dans lequel prédomineraient les marchés, est une fiction imaginée pour justifier des épisodes « d'exubérance irrationnelle ». En fait, pour assurer ses prochaines révolutions (ou plus modestement ses redéploiements) l'économie aura plus besoin de capitaux investis à long terme dans ses entreprises (d'un capital patient), que de la fébrilité des marchés. Ce qui signerait le retour de l'intermédiation ou de la finance indirecte.

Bien sûr, cela ne signifie pas la disparition des activités de marchés. Il existera toujours des marchés de taux, de change et de couverture des risques. Le rééquilibrage entre les activités bancaires dépendra de l'évolution de la réglementation, de l'avenir de la titrisation, de la possible réintermédiation des placements et des financements… Mais globalement, il se pourrait bien que le métier de banquiers redevienne, selon les termes de Jacques Attali « modeste et ennuyeux, ce qu'il n'aurait jamais dû cesser d'être »[2]. Quel que soit le scénario

[2] Jacques Attali « *La crise et après ?* », Fayard [2009].

envisagé, la banque va devoir se replier sur ses fondamentaux qui consistent à nouer et à gérer des relations de clientèle, c'est-à-dire à créer l'information nécessaire à la production de crédit et à la distribution de services (principalement mais pas exclusivement financiers). C'est donc plutôt au stade du détail, dans l'approfondissement des relations de proximité et la différenciation de leurs offres de services que les banques trouveront les sources de leur création de valeur.

Ces restructurations, que la crise impose, vont-elles dans la bonne direction ?

Reste alors à savoir quelle devrait être la structure du système bancaire la mieux adaptée pour répondre à ce retour aux fondamentaux. Et dans le même temps, on peut se demander si la tempête qui le secoue actuellement va engendrer les évolutions souhaitables. La crise a, en effet, consacré la suprématie de la banque universelle (puisque les banques d'investissement indépendantes ont quasiment disparu) ; elle a incité à la concentration des établissements (par rapprochement des uns et des autres ou rachat des uns par les autres) ; enfin, elle a favorisé les opérations de fusions ou de rachats transfrontaliers. En d'autres termes, la crise a poussé à la constitution de banques de grande taille, multi activités et internationalisées. C'était sans doute la façon obligée d'éviter des faillites trop coûteuses, de colmater des brèches, de saisir des opportunités ou, au contraire, d'éviter de servir de proie. Mais peut-on dire que ces opérations menées dans l'urgence et sous la contrainte des évènements ont orienté les systèmes bancaires dans les bonnes directions ? De nombreux arguments permettent d'en douter :

- car si l'on se place du point de vue de l'efficacité productive, il ne semble pas que la concentration des établissements et la diversification de leurs activités constituent des avantages concurrentiels. On n'a jamais pu démontrer, en effet, que la course à la taille permettait une réduction des coûts de production (du moins au-delà d'un seuil relativement faible), et particulièrement dans la banque de détail. Les relations de proximité sont mieux gérées par des organisations souples et dotées de capacités de réaction et de décisions rapides.

De même, il n'existe guère de synergies, c'est-à-dire d'économies de coûts dans la production des différentes activités financières. Car les fonctions de production dans la banque de détail, et dans le trading ou dans l'assurance sont extrêmement dissemblables. Le fait d'intégrer des activités trop hétérogènes dans une même institution peut même générer des surcoûts dus à des conflits d'intérêts, des problèmes de gestion des ressources humaines ou de comptabilité analytique. Il est vrai, par contre, qu'il existe des synergies importantes au niveau de la distribution des services financiers : la vente de produits d'assurance, de placements, de paiements, de financements … (mais aussi des services à la personne) en un même lieu génère des économies de coûts. Mais cela ne signifie pas que la production de ces services doit être intégrée dans une même institution. Il est probablement plus efficient de les faire produire par des établissements spécialisés auprès desquels s'approvisionneraient les banques de détail.

A cela, il faut ajouter qu'une excessive concentration du système bancaire peut poser des problèmes de concurrence. A un moment où se pose la question des rentes dont dispose le secteur financier (sa ponction sur le reste de l'économie) il n'est pas vraiment opportun de renforcer le pouvoir de marché de quelques grands établissements.

- la diversification et la concentration des établissements ne paraissent pas, non plus, favoriser la réduction de leurs risques et plus généralement la stabilité du système dans son

ensemble. Il est facile de comprendre que l'addition des activités bancaires de base aux activités de marché, ne permet pas de diversification des risques. Car les revenus de la banque de détail sont relativement stables dans le temps ; notamment parce que la continuité de la relation de clientèle assure une régularité du chiffre d'affaires et que la montée des commissions le rend également moins volatile. Par contre, il est vrai que les revenus de la banque de financement et d'investissement (la banque de marché) sont beaucoup plus instables, et c'est bien pourquoi on a trouvé pratique de faire absorber ces fluctuations par la banque de détail. Mais c'est en l'occurrence un procédé dangereux puisqu'il conduit à déstabiliser les fonctions bancaires de base. Une meilleure solution serait d'imposer des ratios de fonds propres plus élevés aux banques de marché, ce qui serait logique au regard des risques plus élevés. Cela rendrait plus coûteux leur fonctionnement et freinerait (mais est-ce un mal ?) leur activité, mais cela éviterait de déstabiliser le cœur du système bancaire.

D'autre part, le mouvement de concentration, que la crise accélère, va déboucher sur un système bancaire composé de méga banques, à la fois, trop grandes et trop complexes (dont les activités seront trop interconnectées et opaques) pour que l'on puisse les laisser faire faillite. Ce qui les autorisera à prendre naturellement tous les risques, y compris ceux qu'elles ne pourront assumer, puisque ceux-ci seront portés, au bout du compte par la collectivité. Une façon de préparer, en quelques sorte, la prochaine crise.

Enfin, ajoutons qu'il est très discutable de laisser se constituer des groupes financiers multinationaux, alors que l'on ne dispose pas d'une structure internationale de régulation et qu'il existe en ce domaine des conceptions très divergentes entre pays.

IV – Conclusion : l'Etat suiveur ou reconstructeur ?

Au total, rien n'indique que les évolutions du système bancaire et financier qui se dessinent sont toutes compatibles avec les exigences d'une sorte de crise. La purge que subissent les activités de marché est certainement salutaire. Mais d'autres aspects de la restructuration du système bancaire (sa concentration, la victoire de la banque universelle) ne vont pas nécessairement dans la bonne direction. Si la crise que nous vivons n'est pas purement cyclique, il faudra plus que des opérations cosmétiques et des ajustements à la marge pour mettre en accord le système financier avec les besoins d'une nouvelle forme de croissance. Et il est douteux que les libres jeux stratégiques des acteurs en place suffisent à faire émerger les transformations souhaitables.

Par la force des événements l'Etat a aujourd'hui beaucoup de cartes en main pour faciliter les recompositions souhaitables. La légitimité de son intervention va d'ailleurs bien au-delà de la nécessité d'adapter la banque et la finance à l'économie réelle. Car le système financier gouverne bien des aspects du modèle économique et social : la nature des investissements, l'horizon des firmes, mais aussi le partage de la valeur ajoutée (les exigences de rentabilité du capital), la démocratie dans l'entreprise (le partage du pouvoir entre actionnaires et autres « parties prenantes)… Or, ces considérations dépassent de beaucoup quand elles ne contredisent pas, les objectifs particuliers des établissements financiers. C'est pourquoi l'Etat n'a aucune raison d'être le simple porteur de leurs stratégies. Il a plus et mieux à faire qu'à jouer le jeu d'institutions qui ont toutes plus ou moins failli.